

스튜디오드래곤 (253450.KQ)

새로운 국면의 시작

‘아스달 연대기’ 관련 우려감 주가에 과도하게 반영. 시즌제 및 가속상각으로 인한 단기 마진 우려보다는 중장기 안정성 강화에 주목해야 함. 전방산업 변화를 반영해 Target EV/EBITDA 조정, 목표주가 115,000원으로 하향

‘아스달 연대기’에 대한 우려가 과도하다

동사 시즌제 텐트폴 ‘아스달 연대기 시즌1’ 공개. 방영 일정이 2~3분기에 걸친 만큼 매출 및 비용도 2개 분기 간 반영될 것. 넷플릭스에 글로벌 동시 방영 조건으로 선판매된 만큼 방영 분기 이내 전체 제작비 비용화될 것

‘아스달 연대기 시즌1’의 제작비 중 편성매출 및 PPL로 충당 가능한 범위는 30~40%에 불과하나, 넷플릭스 판매매출이 제작비의 70% 이상일 것으로 추정. 판매 위탁에 따른 지급수수료까지 고려해도 시즌1 손익분기점 달성 가능. 내년 공개될 시즌2부터는 고정비 레버리지로 마진 확장될 것

현재 ‘아스달 연대기’ 관련 우려로 인한 최근 주가 하락세 과도하다고 판단. ‘아스달 연대기’의 장르적 특성 및 시즌제 특유의 긴 호흡을 고려 시 프로젝트의 성패를 재단하기에는 이른 시점. 또한 국내 시청률(1회: 6.7%, 2회: 7.3%) 견고하며, IMDb 해외 평점도 상승 추세에 있음

단기적 마진 둔화. 중장기적 안정성으로 돌아올 것

동사 올해 글로벌 선판매 빈번해지며 가속상각 대상 드라마도 확대되며 마진 성장이 둔화될 수 있음. 다만 중장기적으로는 잔여 판권 수준을 안정화해, 분기별 손익분기매출 수준도 안정화시킬 수 있다는 점이 중요

디즈니, 애플 OTT의 글로벌 진출이 가시권에 있는 만큼, 글로벌 시즌제 텐트폴 제작 경험이 향후 경쟁력으로 작용할 것. 구독 매출이 기반이 되는 OTT 특성상 시즌제가 미니시리즈 대비 유의미하기 때문. 단기적으로는 부담될 수 있으나, 중장기적 실적 안정성 및 제작 체력이 강화되는 구간

전방산업 변화 반영해 목표주가 115,000원 하향, 투자의견 Buy 유지

목표주가 산정을 위한 Target EV/EBITDA를 20배에서 16.5배로 조정함에 따라, 목표주가 135,000원에서 115,000원으로 15% 하향. 멀티플 산정 시 1)글로벌OTT 사업자에 넷플릭스 외에 디즈니(홀루)를 추가했고, 2)중국향 매출 지연을 반영해 중국OTT 사업자에 대한 할인율을 확대함. 중장기적 모멘텀(중국향 매출 재개, ENM 지분 활용) 실현 지연됨은 아쉬우나, 여전히 유효. 중국 시장이 열릴 경우 모멘텀 실현 가능. 투자의견 Buy 유지

Company Report | 2019. 6. 5

Buy (유지)

목표주가 115,000원 (하향)

현재가 (19/06/04) 68,800원

업종	엔터테인먼트
KOSPI / KOSDAQ	2,066.97 / 702.53
시가총액(보통주)	1,929.9십억원
발행주식수(보통주)	28.1백만주
52주 최고가('18/07/12)	119,800원
최저가('19/06/03)	66,900원
평균거래대금(60일)	14.0십억원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	2.4%

주요주주
씨제이이엔엠 외 3인 74.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-26.1	-36.9	-36.8
상대수익률 (%)p	-21.3	-36.4	-21.1

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	379.6	527.3	578.3	681.2
중간이익	32.4	38.9	9.7	17.8
영업이익	39.9	65.2	91.8	145.8
중간이익	20.9	63.4	40.8	58.8
영업이익률	10.5	12.4	15.9	21.4
(지배지분)순이익	35.8	55.8	77.6	119.7
EPS	1,278	1,990	2,767	4,267
중간이익	21.7	55.7	39.0	54.2
PER	72.3	33.6	24.2	15.7
PBR	6.5	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	21.2	9.5	8.3	5.6
ROE	9.3	13.0	15.7	20.1
부채비율	27.7	25.3	22.6	19.4
순차입금	-155.5	-176.6	-265.2	-404.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 115,000 원 하향

최근 동사 주가 부진의 배경에는 1)중국향 매출의 재개 지연 및 2)시즌제(아스달 연대기) 시도로 인한 단기 마진 성장 둔화 가능성에, 3)‘시즌2’로의 지속성에 대한 의구심이 있다. 특히 2), 3)에 대한 우려로 인한センチ먼트 악화가 현재 주가에 과도하게 반영되어있다고 판단한다.

투자의견 Buy 유지

시즌제 방영으로 단기적으로는 마진 성장이 둔화될 수 있으나, 차기 시즌부터의 마진 확장에 주목해야 한다. 생소한 장르에 대한 도전인 만큼 초기 반응 비우호적이거나, 아스달 연대기의 시청률은 견조하다(1회: 6.7%, 2회: 7.3%). ‘시즌2’의 방영 또한 확정된 상황이다. 또한 가시화 시점이 지연되고는 있으나, 동사의 중장기적 모델템(중국향 매출 재개-관권 수출 및 합작 드라마, ENM 지분 활용)도 여전히 유효하다. 중국 시장이 열릴 경우 해당 모델템 동시에 실현 가능하다. 이에 투자의견 Buy로 유지한다.

목표주가 115,000원으로 하향

목표주가는 135,000원에서 115,000원으로 15% 하향한다. 실적 추정치는 변동 없으나, 동사 전방산업(글로벌OTT)의 변화를 반영하여 Target EV/EBITDA를 20배에서 16.5배로 17.5% 하향했다. 멀티플 하향의 주요 요인은 1)새로운 글로벌OTT 사업자(디즈니 홀루)의 등장의 가시화 및 2)중국향 매출 정상화의 지연이다. Target EV/EBITDA 산정 기반은 글로벌OTT 업체 및 중국 제작사 Peer인데, 글로벌OTT 업체에 디즈니를 추가했으며, 중국OTT 업체 관련 할인율을 확대하였다.

표1. 스튜디오드래곤 Target EV/EBITDA Valuation

(단위: 배, %, 십억원, 원, 1,000 주)

	2019E	Multiple	(x)	Value	Note
영업가치(A)	178.6	EV/EBITDA	16.5	2,946.4	2019E 기준, 중국 Peer 및 글로벌 OTT 업체 할인 반영
순차입금(B)				-265.2	
Total Value(A)-(B)				3,211.6	
주당 가치				114,489	Upside 67%
총 주식수				28,051,490	

자료: NH투자증권 리서치본부

시즌제의 수익성은 '긴 호흡'으로 바라볼 때 진가가 보인다

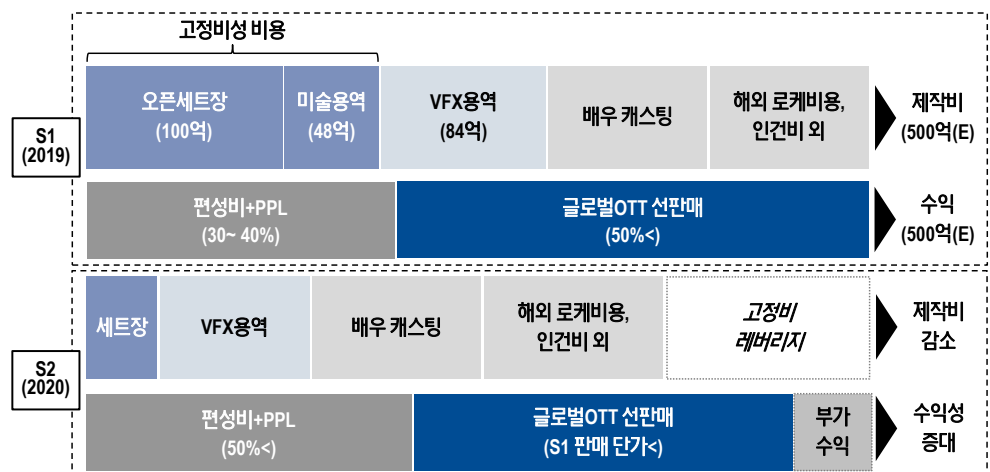
아스달 연대기 시즌1, BEP 달성 가능하다

‘아스달 연대기’의 제작비가 기존 추정(400억원, 3월 4일 발간 자료 참고) 대비 높은 회당 30억원 수준이라면, 리쿱 비율은 30~ 40%로 낮아질 가능성이 높다. 다만 기존 넷플릭스 판매 단가가 제작비와 어느 정도 연동(60~ 80%)되어 왔음을 고려 시, ‘아스달 연대기’는 시즌1부터 손익분기점을 맞출 수 있을 것으로 추정된다.

시즌2 이후의 마진 확장도 기대

시즌2(2020)부터는 1)고정비(세트장 및 VFX 초기비용, 150억~ 200억원) 레버리지를 통한 제작비 감소(회당 20억~ 25억 예상) 및 2)게임, 굿즈 등의 부가수익의 증가를 통한 마진 확대가 기대된다. 또한 일반적으로 시즌제 드라마의 경우 초기 시즌 단가가 제일 낮다는 점을 고려 시, 3)해외 판매 단가(P) 상승도 기대 가능하다.

그림1. 아스달 연대기 S1 및 S2 수익 추정 도식화



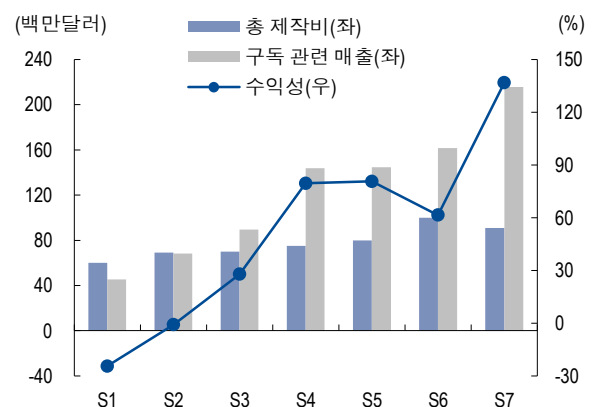
자료: Dart, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 아스달연대기 공식 포스터



자료: Nielson, NH투자증권 리서치본부

그림3. '왕좌의 게임' 부가수익 제외 시 시즌3에서 BEP 달성



주: 구독 관련 매출 가정 = 시즌별 평균 시청자수(Q) * HBO 3개월 구독비(P)*
 왕좌의 게임 외 프로그램 기여도 고려 디스카운트(40~ 50%)
 자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부 추정

상각비, 일시적 마진 저하와 중장기적 안정성 강화

가속상각의 배경에 ‘글로벌OTT 선판매’

최근 동사 분기별 해외 판매매출 성장이 두드러짐과 동시에, 무형자산 상각비도 급격한 증가세에 있다. 방영 분기 중 상각비로 인한 비용 부담이 커지는 만큼, 마진 둔화에 대한 우려의 목소리도 커지고 있다. 다만 최근 발생하는 동사 가속상각에는 ‘글로벌OTT로의 글로벌 방영권 선판매’가 선행하며, 가속상각의 목적은 분기 이익의 안정성을 도모하기 위함이다. 대형 해외판매 매출이 발생했을 때, 판권을 빠르게 상각함으로써 차후 분기로 이연되는 판권 수준을 안정화시키고 있음이 확인된다(그림5).

제작비 처리 방식 1)편성, PPL 충당분 =제작원가 2)국내외판매 충당분 =무형자산화

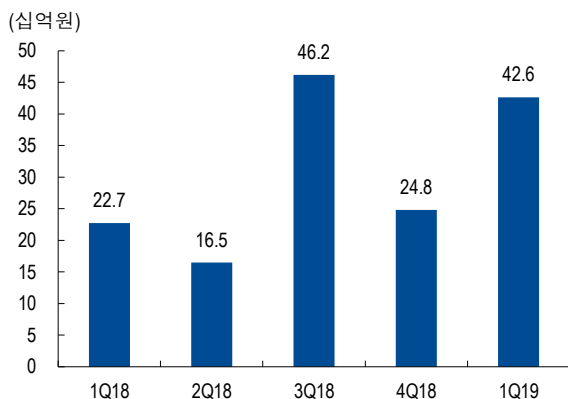
가속상각의 배경을 이해하기 위해, 제작비 처리 방식을 살펴보면 다음과 같다. (단, 제작사 및 프로젝트별로 디테일은 상이)

1)일반적으로 방영 분기 이내에 확정되는 매출(편성 및 PPL 매출)로 보전되는 비용은 방영 분기의 제작원가로 반영된다. 2)나머지 제작비의 경우 판매매출(국내 VOD, 재방송, 해외판매 등)을 통해 보전된다. 3)그런데 일반적으로 판매의 경우 ‘방영 분기 이후’ 발생하는 부분이 많기에, 일단 무형자산으로 잡은 후 대략 6분기에 걸쳐 상각시킨다.

글로벌 선판매 증가, 방영 분기 중의 비용 부담을 증가

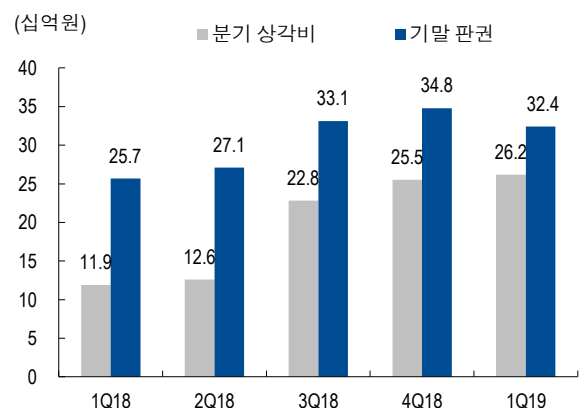
최근 빈번하게 발생하고 있는 변수는 드라마의 1)글로벌 방영권을 2)넷플릭스와 같은 글로벌OTT로 3)선판매하는 경우이다. 방영 분기 이내에 글로벌 방영권이 판매된다면 방영 분기 이후의 판매 가능성은 거의 없다. (넷플릭스의 경우 중국을 제외한 190개국의 방영권을 보유) 굳이 찾자면 글로벌OTT가 진출하지 못한 국가에 추가 수출하는 방법 정도다. 그렇기에 드라마의 글로벌 방영권이 선판매되는 경우 해당 드라마에 대한 판매매출 인식 기간이 짧아지고, 이에 따라 해당 기간 이내에 제작비를 비용화시키기 위한 가속상각이 진행된다. 이는 단기적으로는 방영 분기 중의 비용 부담을 늘리고, 이는 마진 성장의 둔화로 이어질 수 있다.

그림4. 스튜디오드래곤의 해외판매 매출



자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

그림5. 분기별 판권 상각비 및 잔여 판권



주: 4Q18 중국 관련 가속상각비 약 90억원 포함

자료: 스튜디오드래곤, NH투자증권 리서치본부

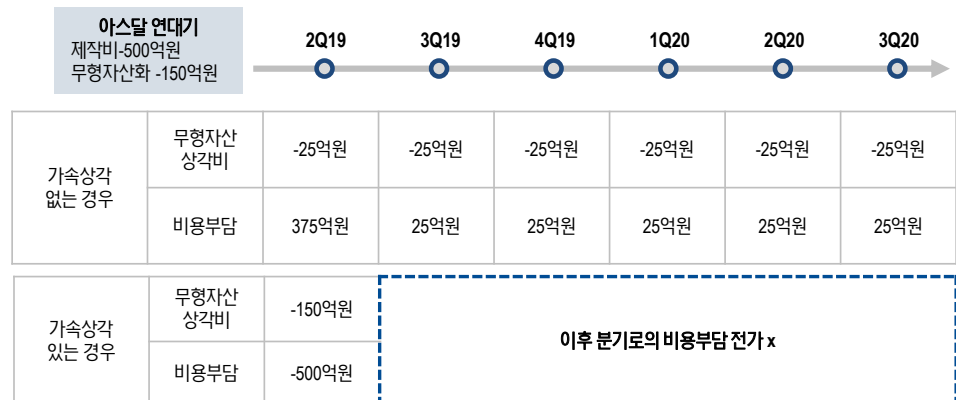
**선판매가 늘어날수록,
가속상각 없이는
통련하기 어려워**

최근에는 거의 대부분의 텐트폴 뿐 아니라, 일부 일반드라마를 포함하여 분기당 2~3개의 드라마가 넷플릭스로 글로벌 선판매되고 있다. 이러한 상황에서 비용을 일반적인 방식(일부만 방영 분기에 비용화, 나머지는 무형자산화)으로 처리한다면, 일시적으로는 마진 확대가 두드러질 것이다. 그러나 중장기적으로는 잔여 판권 규모가 비대해지면서, 상각비 부담이 갈수록 커져 분기별 손익분기점이 점증하게 된다. 마진이 오히려 더욱 빠르게 둔화되는 결과로 이어질 수 있는 것이다.

**특히 고예산 드라마에
대한 선판매 후
가속상각은 필수**

예를 들자면, 그림6에서 볼 수 있듯 고예산 드라마 ‘아스달 연대기 시즌1’ 비용 중 30%를 무형자산화시킨 후 6분기에 나누어 상각한다면, ‘아스달 연대기 시즌1’의 방영이 끝나고, 더 이상 관련 판매매출이 나오지 않는 상황에서도 분기당 25억원의 부담이 잔존하게 된다. 하물며 ‘아스달 연대기 시즌1’ 방영 이후에도 새로운 텐트폴들이 추가될 것이기에 분기당 비용 부담이 과도해질 수 있다.

그림6. 가속상각 여부에 따른 분기별 비용 부담 시나리오



주: 아스달연대기 2Q19 이내 전체 방영 및 분기별 정액상각(균등액 배분) 가정
자료: NH투자증권 리서치본부 추정

**분기별 마진의
안정화 과정**

정리하자면 무형자산의 가속상각은 단기적으로는 마진에 부담이나, 동사의 중장기적 안정성 확보를 위한 장치이다. 대규모 해외 매출 발생으로 외형 성장이 가파르게 일어날 때 무형자산이 일부분 가속상각하는 이유는, 향후 분기 손익분기매출의 과도한 증가를 방지하여 마진을 안정화시키기 위한 과정인 것이다.

**글로벌OTT 확장기
선제적 대응 중**

당사는 스튜디오드래곤의 1)시즌제 텐트폴 시도 및 2)가속상각을 통한 잔여 판권 안정화 시도는 산업 변화에 발맞추기 위한 시도라고 판단한다. 최근 넷플릭스 외의 훌루(디즈니), 애플 등 글로벌OTT가 아시아 진출을 피하는 상황에서, 향후 국내 드라마에 대한 글로벌 동시방영, 특히 시즌제 드라마에 대한 수요는 더욱 빈번해질 것으로 보인다. 이에 1)시즌제 제작 경험 축적과, 2)가속상각을 통한 마진 안정화 장치 마련은 향후 글로벌OTT 확장기에 온전히 수혜를 누리기를 위한 선제적 대응으로 이해해야 한다.

표2. 스튜디오드래곤 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018	2019E	2020F	2021F
매출액	- 수정 후	379.6	527.3	578.3	681.2
	- 수정 전	-	531.5	588.0	687.1
	- 변동률		-0.8	-1.6	-0.9
영업이익	- 수정 후	39.9	65.2	91.8	145.8
	- 수정 전	-	65.9	89.9	143.5
	- 변동률		-1.1	2.1	1.6
영업이익률(수정 후)		10.5	12.4	15.9	21.4
EBITDA		115.2	178.6	193.2	262.3
(지배지분)순이익		35.8	55.8	77.6	119.7
EPS	- 수정 후	1,278	1,990	2,767	4,267
	- 수정 전		2,009	2,713	4,203
	- 변동률		-0.9	2.0	1.5
PER		72.3	33.6	24.2	15.7
PBR		6.5	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA		21.2	9.5	8.3	5.6
ROE		9.3	13.0	15.7	20.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

표3. 스튜디오드래곤 부문별 실적 전망

(단위: 편, 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019E
전체 작품수	4	6	6	7	6	6	6	8	7	7	8	8	22	25	30
국내방영	4	6	6	7	6	6	6	8	7	7	7	7	22	25	28
OTT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	2
매출액	75.3	62.1	77.5	71.9	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	125.8	149.7	140.1	286.8	379.6	527.3
편성	26.3	24.1	41.8	39.0	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	49.2	49.4	48.1	131.2	178.1	190.9
판매	36.5	26.3	23.3	25.7	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	66.3	88.3	80.0	111.8	162.1	290.7
기타	12.5	11.6	12.4	7.2	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	10.3	11.9	12.0	43.7	39.4	45.7
%y-y(매출액)	-	-	-	-	6.0	19.6	59.7	41.5	40.0	69.3	21.0	37.7	46.7	32.4	38.9
매출원가	58.6	49.9	66.8	64.4	66.2	63.7	98.9	95.2	96.8	108.9	122.0	115.9	239.7	324.0	443.6
제작비	35.2	31.8	38.2	44.5	44.6	33.3	47.7	60.0	52.0	56.6	69.1	75.0	149.7	185.6	252.7
무형자산상각비	9.9	9.8	10.3	10.9	12.6	13.1	23.3	25.9	26.7	31.2	32.4	22.8	41.0	74.9	113.1
지급수수료 外	13.4	8.3	18.2	9.0	9.1	17.2	27.9	9.3	18.1	21.1	20.5	18.1	49.0	63.5	77.8
매출총이익	16.8	12.2	10.7	7.4	13.6	10.6	24.8	6.5	15.0	16.9	27.7	24.2	47.1	55.6	83.7
GPM%	22.2	19.6	13.9	10.4	17.1	14.3	20.1	6.4	13.4	13.4	18.5	17.3	16.4	14.6	15.9
영업이익	14.0	8.9	6.7	3.5	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	13.2	23.5	17.5	33.1	39.8	65.2
OPM%	18.5	14.3	8.7	4.8	13.3	9.9	17.4	0.4	9.9	10.5	15.7	12.5	11.5	10.5	12.4
%y-y(영업이익)	-	-	-	-	-23.7	-17.6	218.5	-88.9	3.5	80.3	9.4	4,441.3	-	20.5	63.7
당기순이익	13.4	2.8	5.7	2.0	7.9	8.9	17.3	1.7	9.2	13.2	18.8	14.6	23.8	35.8	55.8
NPM(%)	17.8	4.5	7.3	2.8	9.8	12.0	14.0	1.7	8.2	10.5	12.5	10.4	8.3	9.4	10.6

주: 작품수는 해당 분기 방영 기준 (2개 분기 연속 방영 시 0.5개씩 반영)

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 스튜디오드래곤 2019년 드라마 라인업

제목	방영(예정)일	반영분기	채널	구분	최고시청률	비고
신의 퀴즈 리부트	18.11.14~19.01.10	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.7%	전작 모두 넷플릭스에 공급
프리스트	18.11.24~19.01.20	4Q, 1Q	OCN	16 부작	2.5%	
은주의 방	18.11.06~19.01.22	4Q, 1Q	Olive	12 부작	0.4%	시즌 2 가능성
남자친구	18.11.28~18.01.24	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.3%	전세계 100 개국 수출
알함브라 궁전의 추억	18.12.01~18.01.20	4Q, 1Q	tvN	16 부작	10.0%	[텐트폴] 넷플릭스, 중국 수출
왕이 된 남자	19.01.07~19.03.04	1Q	tvN	16 부작	10.9%	
진심이 닿다	19.02.06~19.03.28	1Q	tvN	16 부작	4.7%	
로맨스는 별책부록	19.01.26~19.03.17	1Q	tvN	16 부작	6.7%	넷플릭스 글로벌 수출
빙의	19.03.06~19.4.25	1Q, 2Q	OCN	16 부작	2.6%	넷플릭스 글로벌 수출
킬잇	19.03.23~19.4.28	1Q, 2Q	OCN	12 부작	2.8%	
사이코메트리 그녀석	19.03.11~19.04.30	1Q, 2Q	tvN	16 부작	2.8%	
자백	19.03.23~19.05.12	1Q, 2Q	tvN	16 부작	6.3%	
그녀의 사생활	19.04.10~19.05.30	2Q	tvN	16 부작	2.9%	
어비스	19.05.06~19.06.25	2Q	tvN	16 부작	2.3%	넷플릭스 글로벌 수출
구해줘 2	19.05.08~19.06.20	2Q	OCN	16 부작	1.9%	
보이스 시즌 3	19.05.11~19.06.30	2Q	OCN	12 부작	4.4%	
봄밤	19.05.22~19.07.11	2Q, 3Q	MBC	16 부작	6.4%	넷플릭스 글로벌 수출
아스달 연대기 S1	19.06.01~19.08.05	2Q, 3Q	tvN	18 부작	7.3%	[텐트폴] 시즌제 확정
검색어를 입력하세요 WWW	19.06.05~19.07.25	2Q, 3Q	tvN	16 부작		
왓쳐	19.07~	3Q	OCN	16 부작		
호텔 델루나	19.07~	3Q	tvN	16 부작		[텐트폴]
닥터룸	19.07~	3Q	SBS	16 부작		
60 일, 지정생존자	19.07.01~	3Q	tvN	16 부작		
악마가 너의 이름을 부를 때		3Q	tvN	16 부작		
식빵 굽는 남자		3Q	tvN	16 부작		
위대한 쇼		4Q	tvN	16 부작		
좋아하면 울리는 S1		3Q	Netflix	8 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제
나홀로 그대 S1		4Q	Netflix	12~ 15 부작		넷플릭스 오리지널, 시즌제

자료: 스튜디오드래곤, 언론자료, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	379.6	527.3	578.3	681.2
증감률 (%)	32.4	38.9	9.7	17.8
매출원가	324.0	443.6	459.3	499.5
매출총이익	55.6	83.7	119.0	181.7
Gross 마진 (%)	14.6	15.9	20.6	26.7
판매비와 일반관리비	15.7	18.5	27.2	35.9
영업이익	39.9	65.2	91.8	145.8
증감률 (%)	20.9	63.4	40.8	58.8
OP 마진 (%)	10.5	12.4	15.9	21.4
EBITDA	115.2	178.6	193.2	262.3
영업외손익	5.8	7.7	7.7	7.7
금융수익(비용)	6.1	7.6	7.6	7.6
기타영업외손익	-0.3	0.1	0.1	0.1
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	45.6	73.0	99.5	153.5
법인세비용	9.8	17.2	21.9	33.8
계속사업이익	35.8	55.8	77.6	119.7
당기순이익	35.8	55.8	77.6	119.7
증감률 (%)	50.4	55.9	39.1	54.3
Net 마진 (%)	9.4	10.6	13.4	17.6
지배주주지분 순이익	35.8	55.8	77.6	119.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	34.7	55.8	77.6	119.7

Valuation / Profitability / Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(X)	72.3	33.6	24.2	15.7
PBR(X)	6.5	4.1	3.5	2.9
PCR(X)	23.5	10.3	9.6	7.1
PSR(X)	6.8	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA(X)	21.2	9.5	8.3	5.6
EV/EBIT(X)	61.1	26.1	17.6	10.1
EPS(W)	1,278	1,990	2,767	4,267
BPS(W)	14,305	16,295	19,062	23,329
SPS(W)	13,539	18,799	20,614	24,282
자기자본이익률(ROE, %)	9.3	13.0	15.7	20.1
총자산이익률(ROA, %)	7.4	10.3	12.6	16.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.5	20.7	28.5	45.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)자기자본(%)	-38.8	-38.6	-49.6	-61.8
총부채/ 자기자본(%)	27.7	25.3	22.6	19.4
이자발생부채	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	228.4	251.0	318.9	419.5
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	92,400	66,900	66,900	66,900
시가총액(십억원)	2,592	1,877	1,877	1,877

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	153.0	174.0	262.5	401.2
매출채권	68.8	82.5	85.8	88.4
유동자산	247.2	282.7	375.4	517.6
유형자산	1.0	0.7	0.5	0.4
투자자산	3.7	30.5	5.7	5.9
비유동자산	265.2	290.2	280.3	263.7
자산총계	512.4	572.9	655.7	781.3
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	19.6	19.6	20.0	20.8
유동부채	108.2	112.6	117.7	123.4
장기성부채	2.1	2.1	2.1	2.1
장기충당부채	0.7	1.0	1.1	1.3
비유동부채	2.9	3.2	3.3	3.5
부채총계	111.1	115.8	120.9	126.8
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	320.1	320.1	320.1
이익잉여금	67.6	123.5	201.1	320.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.3	457.1	534.7	654.4

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	-29.1	156.1	175.7	232.1
당기순이익	35.8	55.8	77.6	119.7
+ 유/무형자산상각비	75.3	113.4	101.4	116.5
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	110.2	183.0	196.4	263.3
- 운전자본의증가(감소)	-139.4	-9.7	1.1	2.6
투자활동 현금흐름	140.6	-135.2	-87.2	-93.3
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.2	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.1	-26.8	24.8	-0.2
Free Cash Flow	-29.3	156.1	175.7	232.1
Net Cash Flow	111.5	20.9	88.5	138.8
재무활동현금흐름	-9.7	0.0	0.0	0.0
자기자본 증가	0.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	-10.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가	101.7	20.9	88.5	138.8
기말현금 및 현금성자산	153.0	174.0	262.5	401.2
기말 순부채(순현금)	-155.5	-176.6	-265.2	-404.1